

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *CAPITAL EXPENDITURE*: DENGAN PENDEKATAN *PECKING ORDER THEORY*

(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di BEI)

Dimas Kusuma Adi, Dul Muid¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the effect of internal cash flow, insider ownership, investment opportunity, firm size and growth of sales to capital expenditure.

The population in this study is a manufactured company listed on BEI in the period 2005 to 2009. Data was collected through observation method of secondary data. Then a method that includes the classical assumption, hypothesis testing, F test and t test, and analysis of the coefficient of determination (R²). Data analysis using SPSS software version 16.

Based on the results of tests performed can be seen that the internal variable cash flow and investment opportunities does not affect the level of capital expenditure. Insider ownership has a negative effect on the level of capital expenditure, meaning more and more ownership of shares owned by insiders, the capital expenditure will be less. Firm size has a positive effect on the level of capital expenditure, meaning that the higher the size of the company, then the capital expenditure will be higher as well. Positive effect on sales growth capital expenditure, meaning that increasing the company's sales growth, the company's capital expenditure will also increase

Keywords: internal cash flow, insider ownership, investment opportunities, firm size, sales growth and capital expenditure.

PENDAHULUAN

. Dari sudut pandang ekonomi makro, pembelanjaan modal merupakan salah satu bagian dominan yang membentuk permintaan agregat untuk barang modal, *komponen gross national product*, variabel pertumbuhan ekonomi dan siklus bisnis. Sedangkan secara ekonomi mikro, pembelanjaan modal penting karena besarnya tingkat pembelanjaan modal akan mempengaruhi keputusan - keputusan produksi yang dibuat oleh perusahaan. Lebih lanjut, tingkat pembelanjaan modal akan mempengaruhi penentuan rencana strategik perusahaan (Dombusch & Fisher, 1992 dalam Yeannie dan Handayani, 2007). Melihat pentingnya *capital expenditure* dalam teori keuangan bagi perusahaan, maka kemudian banyak penelitian yang dikembangkan untuk menganalisis faktor - faktor apa sajakah yang mempengaruhi tingkat pembelanjaan modal dari perusahaan.

Menurut penelitian yang dilakukan Myers (1994) dalam Yeannie dan Handayani (2007) mengenai *hipotesis pecking order*, para manajer cenderung untuk membuat keputusan *capital expenditures* dengan mengandalkan *internal cash flow* karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham yang potensial. Berdasarkan uraian di atas, *hipotesis pecking order* menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor penentu dari *capital expenditure*, semakin besar *internal cash flow* maka semakin besar *capital expenditure* perusahaan. Sedangkan menurut Grossman dan Hart (1982) dalam Yeannie dan Handayani (2007), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk bagi perusahaan. Jika kepemilikan *insider* tinggi, manajer memiliki posisi

¹ Corresponding author

yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak *stockholder external* akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*.

Penelitian ini merupakan penelitian lanjutan yang telah dilakukan oleh Yeannie dan Handayani (2007) dan Pitaloka (2009), namun yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, yaitu pada periode penelitian saja, yaitu tahun 2007 – 2009, dengan alasan pada tahun tersebut perusahaan-perusahaan *go public* telah pulih dan mengalami pertumbuhan setelah adanya krisis ekonomi.

Berdasarkan latar belakang permasalahan utama yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini kemudian mengambil judul : “**Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Capital Expenditure : Dengan Pendekatan Pecking Order Theory (Studi Empiri pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)**”

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

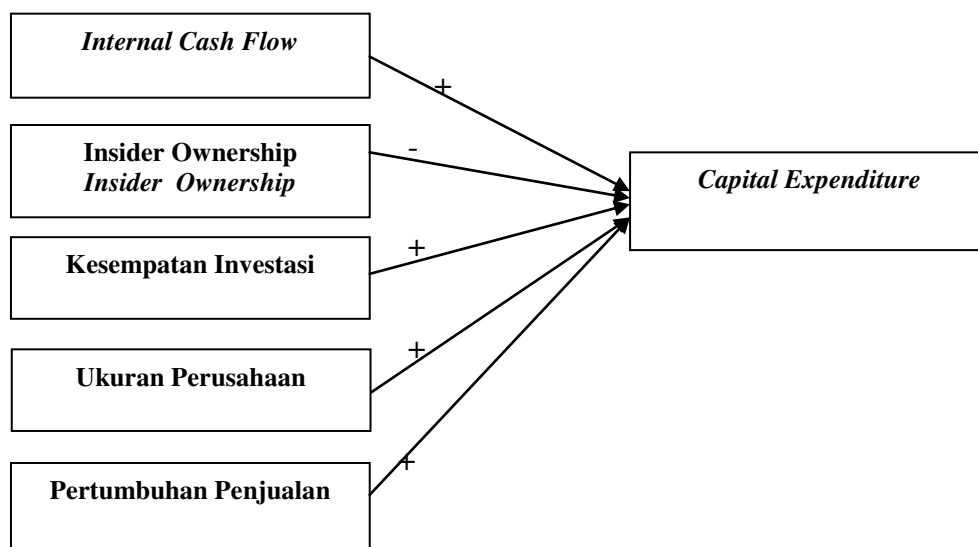
Kerangka Pemikiran Teoritis

Manajer yang menghendaki pada pertumbuhan dan cenderung melakukan peningkatan modal dengan memanfaatkan ekuitas, karena dengan ekuitas memeberikan mereka kewenangan dalam peningkatan dana dari penggunaan hutang yang ada. Selain untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan ada motivasi lain yang mendasari perusahaan untuk pengeluaran dan secara teratur yaitu kepemilikan manajemen/*insider ownership* adanya kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan, maka manajemen akan lebih cenderung untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri daripada mengeluarkan dana. Selain masalah *insider ownership* yang mempengaruhi *capital expenditure* terdapat juga berbagai hal yang mempengaruhi *capital expenditure*, antara lain : *internal cash flow*, kesempatan investasi, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan perusahaan pada suatu periode yang akan berdampak terhadap *capital expenditure*.

Dari faktor-faktor tersebut ada yang mempengaruhi *capital expenditure* yang lebih tinggi dan ada sebaliknya, oleh karena itu penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *capital expenditure* ditinjau dari *perspective pecking order theory* penting bagi investor sebagai faktor pertumbuhan sebelum melakukan investasi pada perusahaan yang bersangkutan.

Secara skematis kerangka penelitian teoritis dapat dilihat pada bagan berikut :

Gambar 1.
Kerangka Penelitian



Perumusan Hipotesis

1. Hubungan *Internal Cash Flow* dengan *Capital Expenditure*

Sejumlah studi yang dilaksanakan atas faktor-faktor penentu *capital expenditure* (Fazzary dan Athey, 1987) dalam Yeannie dan Handayani (2007) menginterpretasikan arti penting *internal cash flow* dalam kinerja *pecking order*. Penelitian yang dilakukan Sartono (2001) menunjukkan bahwa *internal cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*. Menurut hipotesis *pecking order* ketergantungan pada *internal cash flow* disebabkan oleh usaha para manajer dalam mendapatkan saham-saham bernilai rendah (*undervalue*) yang ditetapkan oleh para pemilik modal yang tidak sempurna, sehingga tetap mempertahankan kemampuan untuk menangani semua *capital expenditure* yang akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Menurut hipotesis manajerial, para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan, menggunakan *internal cash flow* untuk *capital expenditure* dalam tingkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penggunaan *internal cash flow* oleh manajer adalah untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment*, karena *capital expenditure* yang dilakukan dengan menggunakan *internal cash flow* sulit termonitor oleh pemegang saham (Benstone, 1985, dalam Yeannie dan Handayani, 2007).

Menurut penelitian yang dilakukan Myers (1994) dalam Yeannie dan Handayani (2007) mengenai *hipotesis pecking order*, para manajer cenderung untuk membuat keputusan *capital expenditure* dengan mengandalkan *internal cash flow* karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham yang potensial. Berdasarkan uraian di atas, *hipotesis pecking order* menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor penentu dari *capital expenditure*, semakin besar *internal cash flow* maka semakin besar *capital expenditure* perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H_1 : *Internal cash flow berpengaruh positif terhadap tingkat capital expenditure.*

2. Hubungan *Insider ownership* dengan *Capital expenditure*

Grossman dan Hart (1982) dalam Yeannie dan Hanadyani (2007), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk bagi perusahaan. Jika kepemilikan *insider* tinggi, manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak *stockholder external* akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*.

Bathala, *etal*, (1994) dalam Yeannie dan Handayani (2007), mengatakan bahwa *insider ownership* yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang. Hal ini terjadi sebagai akibat adanya kecenderungan *insider* untuk memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi untuk membiayai proyek tersebut, *insider* memilih pembiayaan melalui hutang, kenyataannya bahwa banyak penelitian telah menemukan efek *insider ownership* atas berbagai keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa *insider ownership* juga berpengaruh pada tingkat *capital expenditures*.

Mahadwartha (2002), menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan *leverage* yang rendah dan akan berdampak terhadap *capital expenditure* perusahaan. Selain itu hipotesis *peckingorder* mengasumsikan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham saat ini, sehingga mengimplementasikan bahwa tidak ada pengaruh antara *capital expenditure* dengan *insider ownership*. Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang *capital expenditure* Mc Connel (1985) dalam Yeannie dan Handayani (2007) diketahui bahwa ada hubungan antara *insider ownership* dan *capital expenditure*.

Namun demikian terdapat penelitian lain yang melakukan studi tentang pengaruh-pengaruh lain dari *insider ownership*. Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) dalam Yeannie dan Handayani (2007), menunjukkan bahwa *insider ownership* atas opsi-opsi yang ada bisa memberikan insentif bagi para manajer dalam membuat keputusan-keputusan yang mendukung kepentingan pemegang saham. Morck, *etal* (1998) dalam Yeannie dan Handayani (2007),

menemukan bahwa adanya hubungan antara *insider ownership* dan kinerja finansial perusahaan. Menurut hipotesis manajerial, *insider ownership* diharapkan dapat menekan kecenderungan para manajer untuk melakukan *over investment* dalam *capital expenditure* perusahaan, karena mereka ikut menanggung risiko-risiko dari tindakan yang mereka lakukan. Dengan demikian terdapat hubungan negatif antara *capital expenditure* dengan *insider ownership*. Berdasarkan uraian di atas, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₂ : Insider ownership mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat capital expenditure.

3. Hubungan Kesempatan Investasi dengan Capital expenditure

Menurut penelitian yang dilakukan (Jung, *etal*, 1995) dalam Yeannie dan Handayani (2007) mendukung bahwa para manajer yang menghendaki atau berorientasi pada pertumbuhan cenderung melakukan peningkatan modal dengan memanfaatkan ekuitas, karena dengan ekuitas memberikan mereka kewenangan dalam peningkatan dana dari penggunaan hutang yang ada. Namun dibandingkan dengan ekuitas, adanya hutang mensyaratkan manajemen melakukan pengeluaran kas (*pay out cash flow*) sehingga mereka tidak dapat menggunakan aliran kas untuk melakukan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan, sebagai akibatnya pendanaan dengan hutang memaksimalkan nilai perusahaan bagi perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang menguntungkan. Sementara itu, hubungan kewenangan dengan pendanaan ekuitas merupakan hal yang berharga bagi perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang lebih baik, karena lebih baik memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut dapat memperoleh banyak keuntungan dari kesempatan investasinya.

Dengan analisis tersebut perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang bagus cenderung menerbitkan ekuitas. Menurut (Myers, 1997) dalam Yeannie dan Handayani (2007) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang jelek akan menerbitkan hutang jika manajemen dimonitor oleh penyedia modal terhadap perusahaan dan penerbitan ekuitas lainnya. Berdasarkan *hipotesis pecking order*, apakah kesempatan investasi dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi memakmurkan kepentingan pemegang saham, sehingga *capital expenditure* akan meningkat sesuai dengan *opportunity* perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₃ .Kesempatan Investasi berpengaruh positif terhadap tingkat capital expenditure.

4. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Capital expenditure

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan pada total asset perusahaan Ayu (2004). Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh penting terhadap integrasi antar bagian dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena ukuran perusahaan yang besar memiliki sumber daya pendukung yang lebih besar dibanding perusahaan yang lebih kecil.

Selain itu perusahaan yang lebih besar cenderung mendapat perhatian dari para analisis, investor dan pemerintah. Perusahaan yang lebih besar dianggap mempunyai aktiva lebih besar, sehingga dibebani biaya lebih tinggi, misalnya biaya pajak yang lebih tinggi. Semakin besar perusahaan maka kecenderungan membelanjakan modalnya juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar mempunyai biaya operasional yang tinggi pula. Penelitian Ayu (2004) dan Pithaloka (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap pembelanjaan modal perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₄ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat capital expenditure.

5. Hubungan Pertumbuhan Penjualan dengan Capital expenditure

Pertumbuhan penjualan/pasar merupakan persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia dipasar yang harus diambil oleh perusahaan (Pithaloka, 2009). Penjualan yang tinggi akan meningkatkan perusahaan. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Jika penjualan meningkat per tahun, maka pembelanjaan modal dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan cenderung membelanjakan modalnya lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-

perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah (Pithaloka, 2009). Penelitian Hamidi (2003) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembelanjaan modal, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H_5 : Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap tingkat capital expenditure

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian ini terdiri atas dua macam yaitu: variabel terikat (*dependent variable*) atau variabel yang tergantung pada variabel lainnya, serta variabel bebas (*independent variable*) atau variabel yang tidak tergantung pada variabel lainnya. Variabel terikat yaitu *capital expenditure* (Y). Variabel bebas meliputi: *Internal Cash Flow* (X_1), *Insider Ownership* (X_2), Kesempatan Investasi (X_3), Ukuran Perusahaan (X_4) dan Pertumbuhan Penjualan (X_5)

Definisi operasional variabel penelitian tersebut diatas adalah sebagai berikut :

1. Variabel terikat (*capital expenditure* (Y))

Capital expenditure atau pembelanjaan modal merupakan salah satu konsep penting dalam teori keuangan suatu perusahaan, dalam teori keuangan dinyatakan bahwa beberapa fungsi keuangan utama yang dilakukan manajer keuangan adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktifitas pencarian dana (*financing decision*) serta pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*). Secara matematik nilai pembelanjaan modal sama dengan selisih antara asset total saat ini dengan asset total pada periode sebelumnya. Menurut Griner dan Gordon (1995) dalam Yeannie dan Handayani (2007) *Capital Expenditure* (CE) adalah jumlah pengeluaran dana yang dilakukan oleh manajemen terhadap *property, plant* dan *equipment*, CE dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$CE = \text{Total Assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}$$

CE = *Capital Expenditure*

Total Assets_t = Total aktiva pada tahun penelitian

Total Assets_{t-1} = Total aktiva pada tahun sebelumnya

2. Variabel tidak terikat atau variabel bebas

Definisi operasional variabel bebas yang meliputi *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan adalah sebagai berikut:

- a. *Internal Cash Flow* (ICF) (X_1)

Internal Cash Flow merupakan aliran kas suatu perusahaan pada suatu periode yang diukur dengan selisih antara *net operating profit after taxes* dengan *total operating capital* Bringham (1999) dalam Yeannie dan Handayani (2007). *Internal cash flow* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$ICF = NOPAT - NIOC$$

ICF : *Internal Cash Flow*

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*

NIOC : *Net Investment in Operating Capital* diperoleh dengan rumus:

$$NIOC : TOC_t - TOC_{t-1}$$

$$TOC : NOWC + \text{Book Value Fixed Asset}$$

$$NOWC : \text{Current Assets}_t - \text{Current Liabilities}_t$$

Dalam hal ini :

TOC : *Total Operating Capital*

NOWC : *Net Operating Working Capital*

- b. *Insider Ownership* (X_2)

Insider Ownership yaitu, jumlah presentasi saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada perusahaan I pada periode t, untuk masing-masing periode pengamatan Chen dan Steiner (1999) dalam Yeannie dan Handayani (2007). Variabel ini sebagai variabel independen yang menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen dalam persentase. Ada beberapa pendapat yang mengatakan bahwa *insider ownership* adalah kepemilikan saham oleh *directors* (direktur/manajemen) dan *comissioners* (komisaris). *Insider ownership* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$INS_{it} = \frac{D \text{ dan } C \text{ SHRS}_{it}}{TOT \text{ SHRS}_{it}}$$

Keterangan :

INS_{it} : *Insider ownership*

$D \text{ \& } C \text{ SHRS}_{it}$: Kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris perusahaan I pada tahun t

$TOTSHRS_{it}$: Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar.

c. Kesempatan Investasi (KI) (X_3)

Kesempatan investasi yaitu, suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang Myers (1984) dalam Yeannie dan Handayani (2007). Kesempatan investasi diukur dengan menggunakan perbandingan antara *book value fixed assets* dengan *total assets*. Kesempatan investasi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$KI = \frac{Book \text{ Value Fixed Assets}}{Total \text{ Assets}}$$

d. Ukuran Perusahaan (X_4)

Ayu (2004) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat diproksi dari total asset. Penelitian ini menggunakan metode pengukuran perusahaan seperti penelitian yang dilakukan oleh Ayu tersebut. Variabel ini dimunculkan dengan maksud sebagai variabel lain yang mungkin mempengaruhi tingkat atau besarnya pembelanjaan modal perusahaan.

$$Size = Ln_Assets_t$$

e. Pertumbuhan Penjualan (X_5)

Pertumbuhan perusahaan atau Growth Sales (GS) dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan prosentase kenaikan atau penurunan penjualan dari suatu periode ke periode berikutnya Harahap (2007) mengacu pada penelitian yang dilakukan Susetyo (2006) dalam Pitaloka (2009).

$$PP = \frac{Penjualan(t) - penjualan(t-1)}{penjualan(t-1)}$$

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 berjumlah 151 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria sampel meliputi :

- Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan selama 5 tahun berturut-turut dari periode tahun 2005-2009.
- Perusahaan manufaktur yang datanya tersedia (*capital expenditure, internal cash flow, insider ownership*, kesempatan investasi, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan) untuk kepentingan analisis selama tahun 2005-2009.

Sumber, Jenis data, Prosedur Pengumpulan Data

1. Sumber dan Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder. Data sekunder adalah hasil pengumpulan oleh orang lain atau oleh lembaga dengan maksud tersendiri dan memiliki kategori atau klasifikasi menurut keperluan mereka (Nasution, 1996). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari BEI (Bursa Efek Indonesia) pojok Undip Semarang. Data yang digunakan adalah data yang berasal dari perusahaan manufaktur dari periode tahun 2005-2009 yaitu data laporan keuangan meliputi neraca, laporan Laba/Rugi dan jumlah saham

2. Prosedur Pengumpulan Data

Pengumpulan data merupakan pencatatan peristiwa-peristiwa atau hal-hal atau keterangan-keterangan atau karakteristik sebagian atau seluruh elemen populasi yang akan menunjang atau mendukung penelitian. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini dengan cara studi dokumentasi yaitu teknik pengumpulan data yang tidak langsung ditujukan pada subjek penelitian, namun melalui dokumen. Data sekunder pada penelitian ini diperoleh dari BEI (Bursa

Efek Indonesia) pojok Undip Semarang, berbagai buku catatan, laporan historis yang telah disusun dalam arsip, baik yang dipublikasikan ataupun yang tidak dipublikasikan.

Teknik Analisis Data

Analisis data dapat diartikan memperkirakan besarnya pengaruh secara kuantitatif dari perubahan suatu (beberapa) kejadian terhadap sesuatu (beberapa) kejadian lainnya, serta memperkirakan atau meramalkan kejadian lainnya dapat dinyatakan dengan perubahan nilai variabel (Hasan, 2003).

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2006). Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Kolmogorov Smirnov*. Distribusi residual dapat dinyatakan normal apabila nilai signifikan lebih besar dari 0,05 ($\text{sig} > 0,05$).

2. Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti ada hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel independen dari model yang ada. Akibat dari adanya multikolinearitas ini adalah koefisien regresi tidak tertentu dan kesalahan standarnya tak terhingga. Hal ini akan menimbulkan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas (Ghozali, 2006).

Untuk menentukan multikolinearitas, dengan menggunakan nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya, jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi dan menunjukkan adanya kolinieritas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* lebih dari 0,10 atau sama dengan nilai VIF kurang dari 10.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi lainnya (Ghozali, 2006).

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (Ghozali, 2006). Pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin - Watson, yaitu dengan menghitung nilai d statistik. Nilai d statistik ini dibandingkan dengan nilai d tabel dengan tingkat signifikan 5 persen.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Dan jika *variance* berbeda, disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, hal ini dapat diketahui dengan menggunakan uji Park. Bila nilai signifikan yang terjadi dibawah 5% maka terjadi heteroskedastisitas dan sebaliknya bila nilai signifikan yang terjadi diatas 5% maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Uji Hipotesis

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, digunakan metode regresi linear berganda, uji signifikansi simultan (Uji statistik F), uji signifikansi parameter individual (Uji statistik t) dan koefisien determinasi.

Pengujian Regresi Linear Berganda

Analisis regresi, selain mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2006). Analisis data dimulai dengan menghitung besarnya masing-masing variabel terikat dan bebas dan dilanjutkan dengan meregresikan variabel bebas dengan variabel terikat dengan model regresi berganda.

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh dengan menentukan nilai Y (sebagai variabel dependen) dan untuk menaksir nilai – nilai yang berhubungan dengan X (sebagai variabel independen), dengan menggunakan rumus statistik:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Menurut Ghozali (2005) uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimaksudkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan significance level 0,05 ($\alpha=5\%$). Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut :

1. Jika nilai signifikan $> 0,05$ maka hipotesis diterima (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara simultan ketiga variabel independen tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan $\leq 0,05$ maka hipotesis ditolak (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara simultan ketiga variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Uji Signifikansi Parameter (Uji Statistik t)

Menurut Ghozali (2006) uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ($\alpha=5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Jika nilai signifikan $> 0,05$ maka hipotesis ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara parsial variabel independen tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan $\leq 0,05$ maka hipotesis diterima (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi ini (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi berada di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2006).

Data dalam penelitian ini akan diolah dengan menggunakan program Statistical Package for Social Sciences (SPSS) 16. Hipotesis dalam penelitian ini dipengaruhi oleh nilai signifikansi koefisien variabel yang bersangkutan setelah dilakukan pengujian. Kesimpulan hipotesis dilakukan berdasarkan t-test dan Ftest untuk menguji signifikansi variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005 sampai 2009. Sedangkan *sampel* yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dipilih dengan metode *purposive sampling*, yaitu *sampel* yang dipilih mempunyai kriteria tertentu atau target tertentu dalam memilih *sampel* secara tidak

acak (Supranto, 2000). Berdasarkan pemilihan data yang dilakukan, didapatkan sampel sebagaimana dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 1 Seleksi Sampel

Populasi semua perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009	151
Kriteria sampel :	
1. Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan selama 5 tahun berturut-turut dari periode tahun 2005-2009	(30)
2. Perusahaan yang tidak memiliki <i>insider ownership</i> secara berturut-turut selama tahun 2005-2009	(97)
Total sampel	24

Sumber: data sekunder yang diolah, 2012

Pada penelitian ini, objek yang digunakan adalah perusahaan manufaktur sebanyak 24 perusahaan dengan kurun waktu yaitu 2005-2009 sehingga jumlah observasi data (N) sebanyak 120 (24 x 5).

Pengujian Hipotesis

1. Analisis Regresi Linear Berganda

Berdasarkan hasil perhitungan SPSS regresi linear sederhana menunjukkan hasil analisis regresi sederhana antara *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure*. Dapat dilihat pada tabel sebagai berikut :

**Tabel 2 Regresi Linear Berganda
Coefficients^a**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-398312.605	155642.778		-2.559	.012
Internal Cash Flow	-.316	.096	-.249	-3.305	.001
Insider Ownership	-3699.704	1765.012	-.165	-2.096	.038
Kesempatan Investasi	-3018.976	64214.918	-.004	-.047	.963
Size	34953.972	11865.417	.234	2.946	.004
Growth	285019.961	51194.012	.436	5.567	.000

a. Dependent Variable: Capital Expenditure

Sumber : data sekunder yang diolah, 2012

Adapun persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut :

$$CE = -398312.605 - 0,316 ICF - 3699.704 IO - 3018.976 KI + 34953.972 Size + 285019.961 PP + e$$

Hasil persamaan regresi linear berganda tersebut dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1. Koefisien regresi *internal cash flow* sebesar -0,316 menyatakan bahwa setiap pertambahan 1% *internal cash flow* akan menurunkan *capital expenditure* sebesar 0,316 %, dengan didukung pada taraf signifikan 5%.
2. Koefisien regresi *insider ownership* sebesar -3699.704 menyatakan bahwa setiap pertambahan 1% *insider ownership* akan menurunkan *capital expenditure* sebesar 3699.704%, dengan didukung pada taraf signifikan 5%.
3. Koefisien regresi kesempatan investasi sebesar -3018.976 menyatakan bahwa setiap pertambahan 1% kesempatan investasi akan menurunkan *capital expenditure* sebesar 3018.976%.

4. Koefisien regresi *size* sebesar 34953.972 menyatakan bahwa setiap pertambahan 1% *size* akan meningkatkan *capital expenditure* sebesar 34953.972%, dengan didukung pada taraf signifikan 5%.
5. Koefisien regresi pertumbuhan penjualan sebesar 285019.961 menyatakan bahwa setiap pertambahan 1% pertumbuhan penjualan akan meningkatkan *capital expenditure* sebesar 285019.961%, dengan didukung pada taraf signifikan 5%.

2. Uji Statistik

Untuk menguji hipotesis pada penelitian ini digunakan statistik t dan statistik F. Uji statistik t digunakan untuk menguji signifikansi secara parsial yaitu masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan atau tidak terhadap variabel dependen pada tingkat signifikansi $\alpha=5$ persen. Uji statistik F digunakan untuk menguji signifikansi secara simultan yaitu secara bersama-sama apakah variabel independen (*internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan atau tidak terhadap *capital expenditure* pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2009 pada tingkat signifikansi $\alpha=5$ persen.

a. Uji F (Uji Simultan)

Pada tabel 4.11 pengujian secara simultan (uji F), dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *capital expenditure*.

Tabel 3 Hasil Uji F
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.441E12	5	2.883E11	15.143	.000 ^a
Residual	2.056E12	108	1.904E10		
Total	3.497E12	113			

a. Predictors: (Constant), Growth, Insider Ownership, Internal Cash Flow, Kesempatan Investasi, Size

b. Dependent Variable: Capital Expenditure

Sumber : data sekunder yang diolah, 2012

Berdasarkan tabel 3, didapatkan nilai F statistik sebesar 15,143 dengan nilai signifikansi 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka dapat diketahui bahwa secara simultan ada pengaruh signifikan antara *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure* pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2009.

b. Uji t (Uji Parsial)

Pengujian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel bebas (*internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan atau tidak terhadap *capital expenditure* pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2009 pada tingkat signifikansi $\alpha=5$ persen secara terpisah atau parsial.

1. Variabel *Internal Cash Flow*.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 0,316 dengan arah negatif dan nilai signifikan sebesar 0,001. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_1 yang menyatakan bahwa “*internal cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat *capital expenditure*” ditolak, artinya *internal cash flow* tidak berpengaruh terhadap tingkat *capital expenditure*.

2. Variabel *Insider Ownership*

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 3699.704 dengan arah negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,038 kurang dari 0,05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_2 yang menyatakan bahwa “*insider ownership* mempunyai pengaruh

negatif terhadap *tingkat capital expenditure*” diterima, artinya semakin banyak kepemilikan saham yang dimiliki orang dalam, maka *capital expeditur* akan semakin sedikit.

3 Variabel Kesempatan Investasi

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 3699.704 dengan arah negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,963 lebih dari 0,05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_3 yang menyatakan bahwa “kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap *tingkat capital expenditure*” ditolak, artinya kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap *tingkat capital expenditure*.

4 Variabel Ukuran Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 34953.972 dengan arah positif dan nilai signifikansi sebesar 0,004 kurang dari 0,05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_4 yang menyatakan bahwa “ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *tingkat capital expenditure*” diterima, artinya semakin tinggi ukuran perusahaan, maka *capital expeditur* akan semakin tinggi pula.

5 Variabel pertumbuhan penjualan

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 285019.961 dengan arah positif dan nilai signifikansi sebesar 0,000 kurang dari 0,05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_5 yang menyatakan bahwa “pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap *capital expenditure*” diterima, artinya semakin meningkat pertumbuhan penjualan perusahaan, maka *capital expenditure* perusahaan juga akan mengalami peningkatan.

3. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependennya. Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independennya memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2006). Menurut ahli dalam Ghozali (2006) menganjurkan untuk menggunakan nilai adjusted R^2 untuk mengukur sejauh mana kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independennya. Hal ini dikarenakan nilai adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model. Hasil perhitungan koefisien determinasi *adjusted* (R^2) dapat dilihat pada Tabel 4 berikut:

Tabel 4 Koefisien Determinasi Model
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.642 ^a	.412	.385	1.37968E5

a. Predictors: (Constant), Growth, Insider Ownership, Internal Cash Flow, Kesempatan Investasi, Size

Sumber : data sekunder yang diolah, 2012

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh yang ditimbulkan *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure*. Dari hasil output regresi diperoleh nilai *Adjusted R square* (R^2) sebesar 0,385. Nilai ini menunjukkan bahwa besarnya pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat adalah sebesar 0,385 atau 38,5%. Dengan demikian masih ada variabel lain yang turut mempengaruhi besarnya *capital expenditure*, yaitu sebesar 61,5% (diperoleh dari 100% - 38,5%=61,5%).

Pembahasan

Dalam penelitian dapat ditemukan bukti empiris mengenai *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure* pada tahun 2005–2009 dengan obyek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa dari lima variabel independen, hanya dua variabel

variabel yang tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure* perusahaan manufaktur, yaitu variabel *internal cash flow* dan kesempatan investasi.

1. Pengaruh *Internal Cash Flow* terhadap *Capital Expenditure*

Internal cash flow tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayu (2004) yang menyatakan bahwa *internal cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap pembelanjaan modal.

Menurut hipotesis manajerial, para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan, menggunakan *internal cash flow* untuk *capital expenditure* dalam tingkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penggunaan *internal cash flow* oleh manajer adalah untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment*, karena *capital expenditure* yang dilakukan dengan menggunakan *internal cash flow* sulit termonitor oleh pemegang saham (Benstone, 1985, dalam Yeannie dan Handayani, 2007).

2. Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Capital Expenditure*

Pada hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *capital expenditure*, artinya setiap meningkatnya *insider ownership*, maka *capital expenditure* perusahaan akan semakin menurun. Grossman dan Hart (1982) dalam Yeannie dan Handayani (2007), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk bagi perusahaan. Jika kepemilikan *insider* tinggi, manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan control terhadap perusahaan dan pihak *stockholder external* akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*.

Bathala, *et al*, (1994) dalam Yeannie dan Handayani (2007), mengatakan bahwa *insider ownership* yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang. Hal ini terjadi sebagai akibat adanya kecenderungan *insider* untuk memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi untuk membiayai proyek tersebut, *insider* memilih pembiayaan melalui hutang, kenyataannya bahwa banyak penelitian telah menemukan efek *insider ownership* atas berbagai keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa *insider ownership* juga berpengaruh pada tingkat *capital expenditures*.

Mahadwartha (2002), menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan *leverage* yang rendah dan akan berdampak terhadap *capital expenditure* perusahaan. Selain itu hipotesis *pecking order* mengasumsikan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham saat ini, sehingga mengimplementasikan bahwa tidak ada pengaruh antara *capital expenditure* dengan *insider ownership*. Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang *capital expenditure* Mc Connel (1985) dalam Yeannie dan Handayani (2007) diketahui bahwa ada hubungan antara *insider ownership* dan *capital expenditure*.

Namun demikian terdapat penelitian lain yang melakukan studi tentang pengaruh-pengaruh lain dari *insider ownership*. Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) dalam Yeannie dan Handayani (2007), menunjukkan bahwa *insider ownership* atas opsi-opsi yang ada bisa memberikan insentif bagi para manajer dalam membuat keputusan-keputusan yang mendukung kepentingan pemegang saham. Morck, *et al* (1998) dalam Yeannie dan Handayani (2007), menemukan bahwa adanya hubungan antara *insider ownership* dan kinerja finansial perusahaan. Menurut hipotesis manajerial, *insider ownership* diharapkan dapat menekan kecenderungan para manajer untuk melakukan *over investment* dalam *capital expenditure* perusahaan, karena mereka ikut menanggung risiko-risiko dari tindakan yang mereka lakukan.

3. Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap *Capital Expenditure*

Kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeannie dan Ratih Handayani (2007) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *capital expenditure*. Hasil penelitian ini didukung dengan fenomena yang ada, dimana peningkatan *capital expenditure* tidak diikuti dengan peningkatan kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2009.

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Capital Expenditure

Pada hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *capital expenditure*, artinya setiap meningkatnya ukuran perusahaan, maka akan diikuti dengan peningkatan *capital expenditure*. Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh penting terhadap integrasi antar bagian dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena ukuran perusahaan yang besar memiliki sumber daya pendukung yang lebih besar dibanding perusahaan yang lebih kecil.

Selain itu perusahaan yang lebih besar cenderung mendapat perhatian dari para analisis, investor dan pemerintah. Perusahaan yang lebih besar dianggap mempunyai aktiva lebih besar, sehingga dibebani biaya lebih tinggi, misalnya biaya pajak yang lebih tinggi. Semakin besar perusahaan maka kecenderungan membelanjakan modalnya juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar mempunyai biaya operasional yang tinggi pula. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ayu (2004) dan Pithaloka (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap pembelanjaan modal perusahaan.

5. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Capital Expenditure

Pada hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap *capital expenditure*, artinya setiap meningkatnya pertumbuhan penjualan, maka akan diikuti dengan peningkatan *capital expenditure*. Pertumbuhan penjualan/pasar merupakan persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia dipasar yang harus diambil oleh perusahaan (Pithaloka, 2009). Penjualan yang tinggi akan meningkatkan perusahaan. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Jika penjualan meningkat per tahun, maka pembelanjaan modal dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan cenderung membelanjakan modalnya lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah (Pithaloka, 2009). Penelitian ini dapat memperkuat penelitian Sartono dan Pitaloka (2009) dengan menemukan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembelanjaan modal.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Beberapa kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Internal cash flow* tidak berpengaruh terhadap tingkat *capital expenditure*.
2. *Insider ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *capital expenditure*, artinya semakin banyak kepemilikan saham yang dimiliki orang dalam, maka *capital expenditure* akan semakin sedikit.
3. Kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap tingkat *capital expenditure*.
4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *capital expenditure*, artinya semakin tinggi ukuran perusahaan, maka *capital expenditure* akan semakin tinggi pula.
5. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap *capital expenditure*, artinya semakin meningkat pertumbuhan penjualan perusahaan, maka *capital expenditure* perusahaan juga akan mengalami peningkatan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan yaitu nilai koefisien determinasi (R^2) yang dihasilkan sangat kecil, yang artinya fit model dalam penelitian masih belum baik, sehingga untuk penelitian selanjutnya dapat ditambahkan beberapa variabel di luar penelitian ini.

Saran

Hasil penelitian ini, bagi praktisi manajemen perusahaan diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai pengaruh *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure* terutama *insider ownership*, *size* dan pertumbuhan penjualan.

Hasil penelitian ini, bagi investor diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi, maka faktor *insider ownership*, *size* dan pertumbuhan penjualan perlu diperhatikan dalam struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian ini, bagi akademisi diharapkan dapat memberikan arah studi tentang pengaruh *internal cash flow*, *insider ownership*, kesempatan investasi, *size* dan pertumbuhan penjualan terhadap *capital expenditure* dan dapat digunakan sebagai acuan penelitian berikutnya.

REFERENSI

- Ayu, Stephana Diah, 2004, Pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, ukuran perusahaan dan intensitas modal terhadap pembelanjaan modal (studi empiris terjadinya *pecking order hypotheses* Perusahaan manufaktur tahun 1998-2002, *Skripsi*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Barton, S.L.N.C. Hill & Sundara, 1989, An Empirical Test Stakeholder Theory Prediction of Capital Structure, *Financial Management*, Spring:36-44.
- Benston, G., 1985, The Self-serving Management Hypotheses: Some Evidence, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, April, pp:67-84.
- Chakraborty, Etrey, Mark Kazarosian, Emery A. Trahan, 1999, Uncertainty in Executive Compensation and Capital Investment: A Panel Study, *Journal Financial Management*
- Davies, J.R., David Hillier, Patrick Mc Colgan, 2002, *Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value*.
- Delcours, V.Natalya, 2006, Value Creation of Cash Mergers. Empirical Investigation. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.3, Issue 2.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., and Petersen, B.C. (1988), Financing Constrains and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity (I)*, pp.141-206.
- Gitman, Lawrence J., 2009, *Principles of Managerial Finance*, Twelfth Edition, Pearson Prentice Hall
- Griner, E.H. & L.A.Gordon, 1995, Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditure: a Test of The Pecking Order and Managerial Hypotheses, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.22 (March), pp.179-199
- Jensen, G.R; Solberg and T.S. Zorn, 1992, Simultaneous Determinat of Insider Ownership, debt, and Devidend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
- Keown, Arthur J., John D. Martin, J.William Pettu, David F.Scott Jr, 2005, *Financial Management: principles and Aplications* 10th Ed, Pearson Education International, Pearson Education Inc.
- Manurung, Amran dan Stephana, D.A.Ratnaningsih, 2005, Analisis Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Tingkat Pembelanjaan Modal: Studi Empiris Terjadinya Pecking Order Hypotheses atau Managerial Hypotheses pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Visi*. Vol.13(1), hal.54-63.
- Mansor, N. and Hamidi, M., 2008, Capital Expenditure Decisions of Malaysian Listed Companies, *The Malaysian Finance Association Procceding*, 5th-6th June 2008, Kucing, Sarawak, Malaysia.
- Morck, R.A., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1988, Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, Vol.20 (January/March), pp.293-315.
- Myers, S.C. dan Majluf, N.S., 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investor Do Not Have, *Journal of Finance Economics*, Vol.39 (June).
- Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39 (July), pp.575-592.
- Sartono, A., 2001, Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypotheses atau Pecking Order Hypotheses?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.16, No.1, (Januari) pp.54-63.
- Synta Sutanto, 2011, Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Capital Expenditure (Perpestive Pecking Order dan Managerial Hypotheses), *Skripsi*, Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Univesitas Surabaya
- Sundjaya, Ridwan S. daan Inge Barlian, 2002, *Manajemen Keuangan Dua*, Edisi 3, Prehallindo, Jakarta.
- Yeannie dan Handayani, R., 2007, Analisis Pengaruh Kesempatan Investasi, Internal Cash Flow, Insider Ownership terhadap Capital Expenditure: Perspective Pecking Order Theory, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.9, No.2, (Agustus), pp.153-164.



- Yuniningsih, 2002, Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta, www.ssrn.com.
- Waagelein. J.F., 1988, The Association Between The Adoption of Short-term Bonus Plans and Corporate Expenditure, *Journal of Accounting and Public Polic*, Vol.7 (Spring), pp.43-63.
- Waluyo, Fx. Agus Joko dan Hermeindito Ka'aro, 2002, Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen serta Leverage Terhadap Keputusan Pendanaan, *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*, Vol.2.No.1(April), hal.1-21